

转型之机

姓名 赵伟（分析师）

证书编号：S0490516050002

邮箱：zhaowei1@kysec.cn

2020年9月17日

VISIT…

LANZAROTE
Caliente.com

扫码免费领取资料



房中术(www.nblax520.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等......

扫码加微信lax988988领取资料



==

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦............

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群



目 录

CONTENTS

1 中国经济：成长的“烦恼”、发展的“困惑”

2 崛起之道：加速新旧动能切换，“稳中求进”

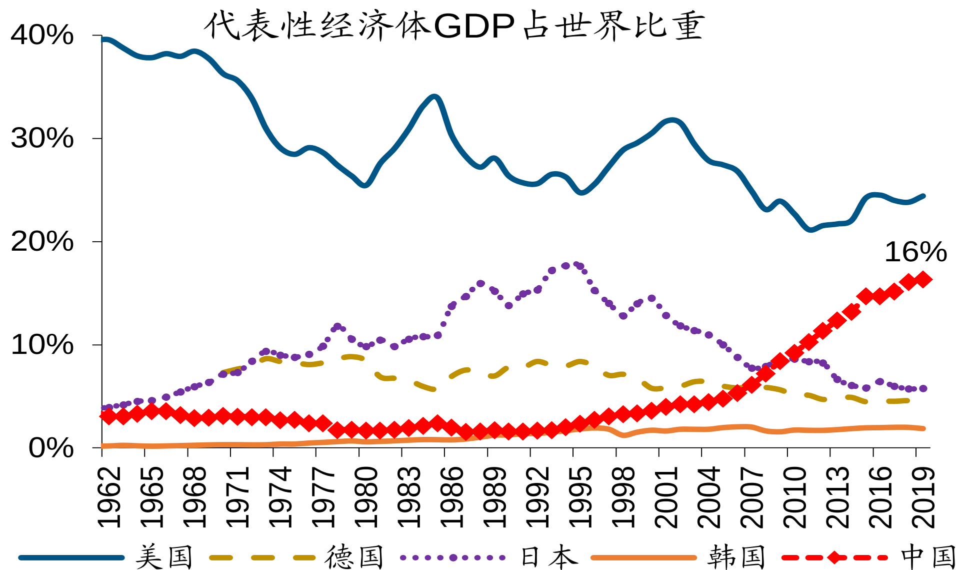
3 掘金未来：“结构主义”视角，重构投研框架

4 风险提示

"中国奇迹"：改革开放后，持续40余年的高速增长

- 改革开放以来，中国经济经历了40余年的高速增长，1979-2019年不变价GDP年均增长9.4%、远超世界平均增速（2.9%），GDP占世界比重，也从1.8%提高至16%左右。
- 工业化进程的快速推进、工业实力的增强，是中国经济高增的重要推力；钢铁、水泥、汽车等200多种工业品产量，世界第一。

图1：改革开放以来，中国GDP占世界比重快速上升

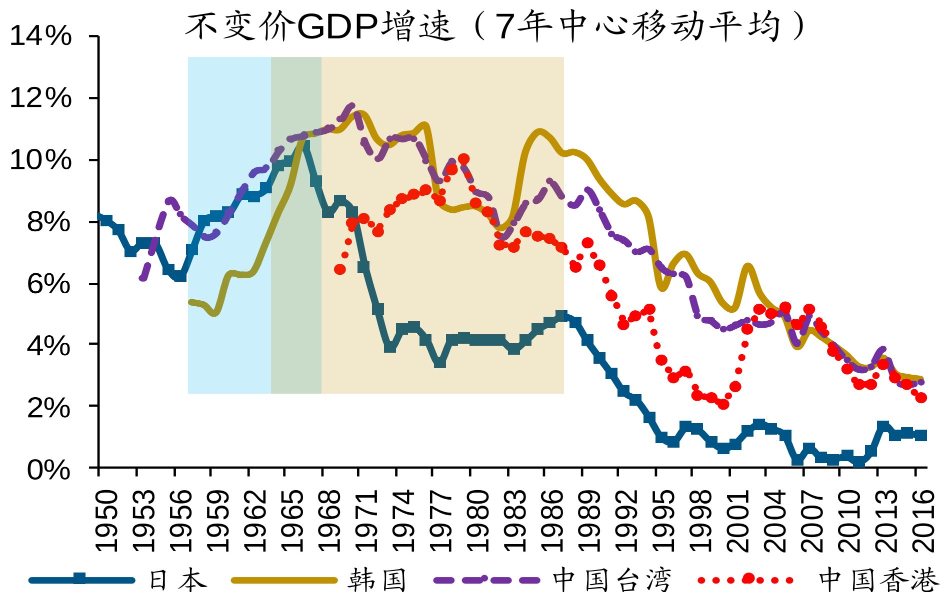


数据来源：Wind、开源证券研究所

"中国奇迹"并非孤例，符合典型后发经济体"追赶"规律

- 改革开放之后中国经济的腾飞，具有典型的后发"追赶"特征，日、韩等先导型经济体大都出现过类似发展阶段。
- "追赶"发展大致呈现三大特征：1、深度融入全球产业分工，是高速"追赶"的重要引擎；2、依次经历"起飞→持续二三十年的高速增长→从高速向中速/中低速逐步过渡"；3、高增速阶段是"追赶红利"快速释放阶段，"换挡"对应转型过程。

图2：日、韩等在追赶早期，都经历过20年左右的高速增长

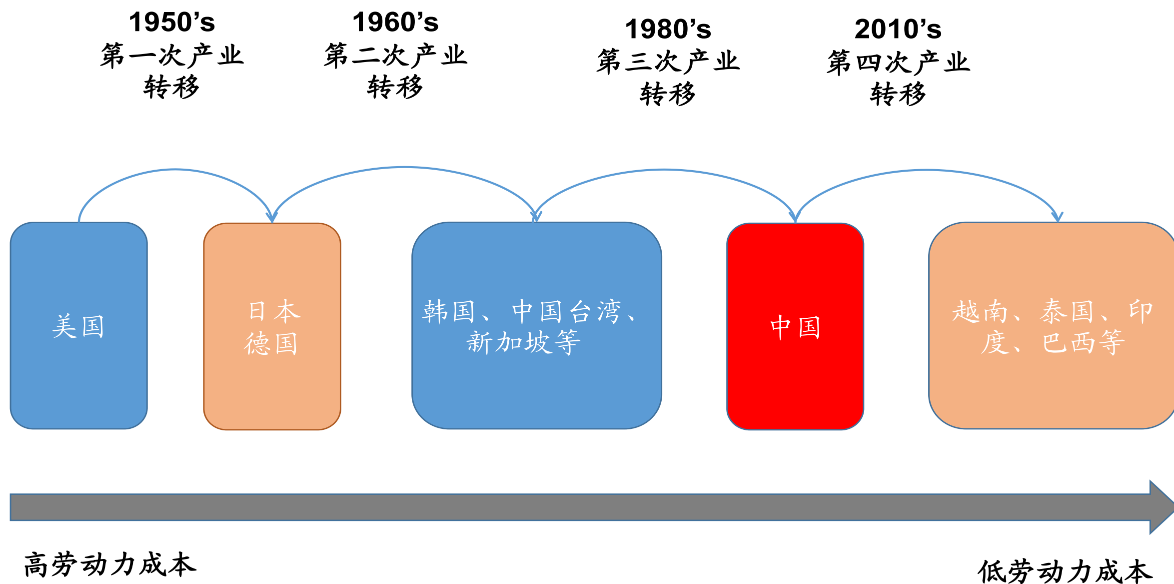


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 深入全球分工是腾飞的起点，第三轮产业迁移成就中国

- 改革开放之后，中国经济的快速崛起，与承接第三轮全球产业迁移、深度融入全球价值链分工体系，密切相关。
- 1980年代前后，亚洲“四小龙”劳动力成本快速增长，劳动密集型产业比较优势逐渐丧失。中国依托改革开放释放的制度红利、巨大的“人口红利”和区位优势等，承接第三轮产业大迁移；2008年起，中国成为全球第一出口大国。

图3：第三次全球产业转移中，中国成为“世界工厂”

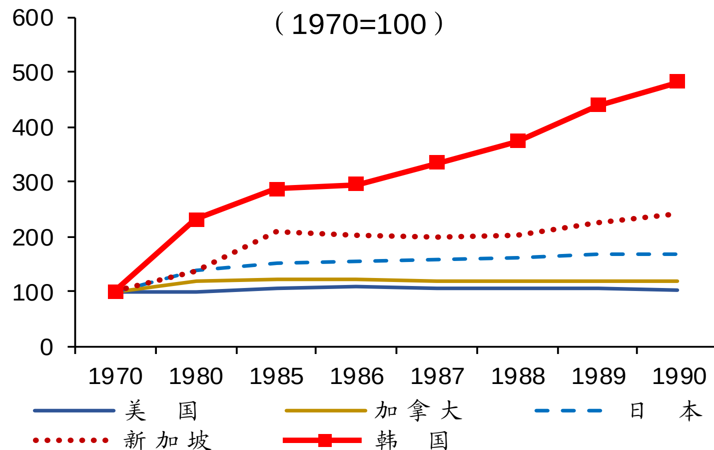


资料来源：世界银行、开源证券研究所

1.4 "追赶效应"加快释放的过程，也是"红利"从兑现到透支的过程

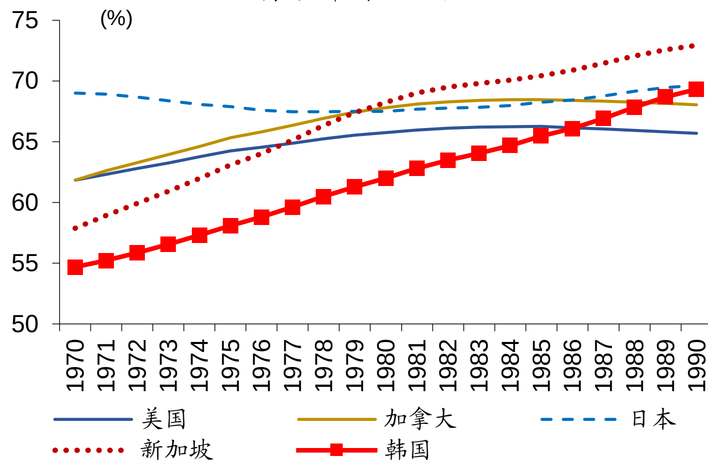
- 低廉的要素价格，是"追赶效应"得以快速释放的重要支撑；但在经济发展水平不断提升的过程中，成本优势会逐渐削弱；
- 以1970-90年代的数据进行横向对比，可以发现美国、加拿大等老牌资本主义国家，这一阶段人均实际劳动报酬变化很小；日本、德国等此前已基本完成"追赶"的经济体，劳动力报酬的提升大致在60-70%；受益于第二波产业迁移的"亚洲四小龙"，正处于快速"追赶"阶段，实际劳动力报酬增速最高，以韩国为例，20年间提升了近4倍。

图4：以韩国为例，快速追赶期的劳动力成本大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：韩国劳动力成本的抬升，与人口结构变化关联不大

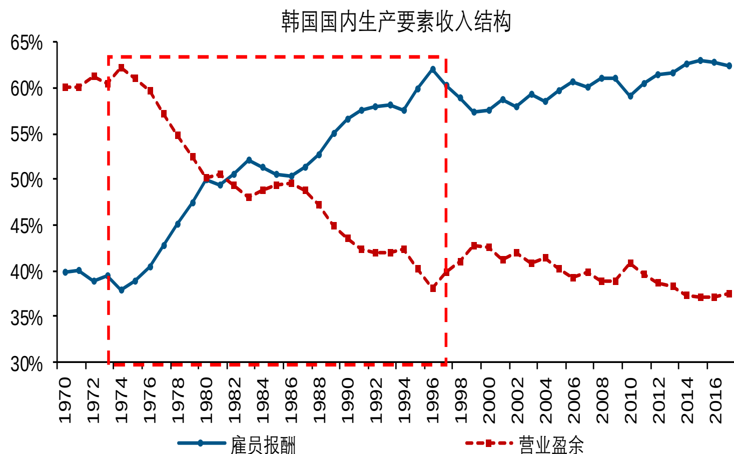


数据来源：Wind、开源证券研究所

传统优势的丧失，是先导经济体追赶尾端的共性问题，中国也不例外

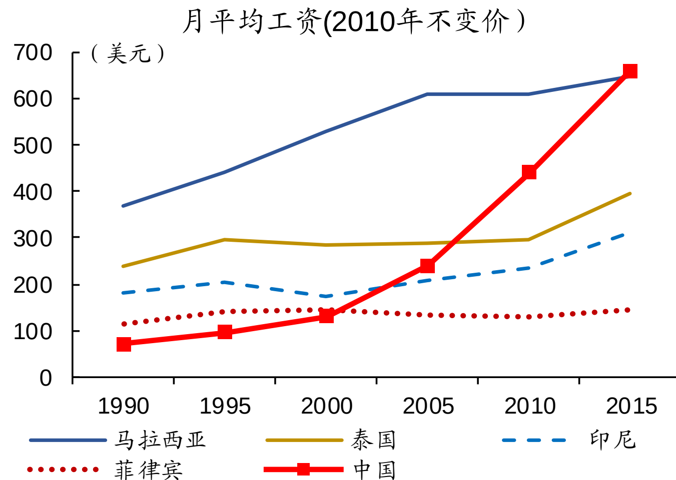
- 以韩国为例，韩国在1970-1990年代劳动力工资成本的快速提升，对企业利润形成明显侵蚀，并削弱传统产业竞争优势。
- 中国快速“追赶”阶段，同样不可避免地面临着劳动力成本快速抬升的问题；1990年代初以来，中国平均实际工资上涨13.3倍，远超过同期美国和加拿大（均上涨0.7倍）等；目前，中国制造业平均工资已远高于泰国、印尼等东南亚新兴国家。
- 2011年起，劳动力供给规模从绝对过剩到相对不足，尤其是中低端劳动力严重供不应求，导致我国传统竞争优势明显削弱。

图6：韩国快速“追赶”阶段，雇员报酬占国内要素收入比重持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2000年以来，中国制造业平均工资明显高于多数东南亚新兴国家

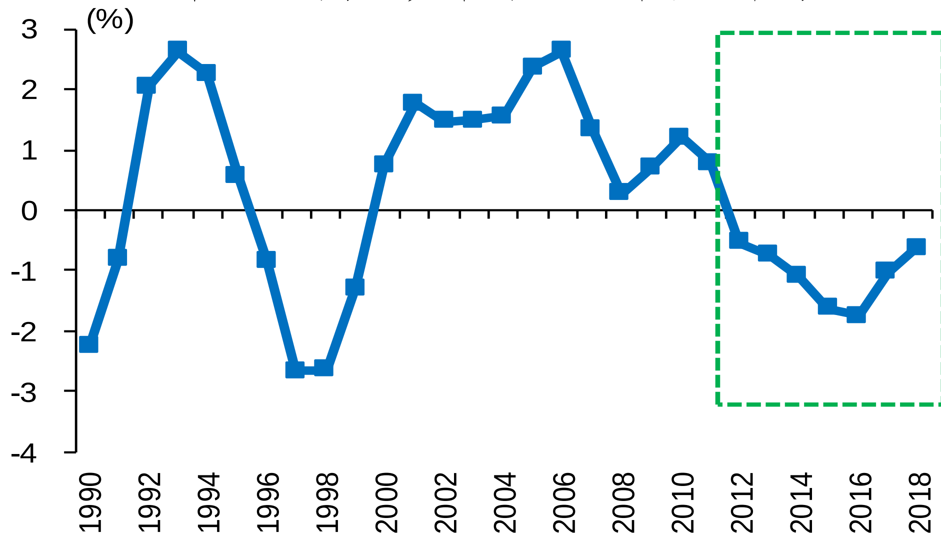


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 制度红利等也在消减，进一步加大转型迫切性

- 中国在快速“追赶”阶段，先进技术、管理经验的积累，配合相应的体制改革措施，带动全要素生产率快速抬升；但2011年以来，全要素生产率增速明显下降、甚至进入负增区间。
- 2018年起，以美国为代表的发达经济体频繁制造贸易摩擦、使得部分制造业分工布局加快重构，倒逼中国加快转型。

图8：2011年后，全要素生产率增速一直负增

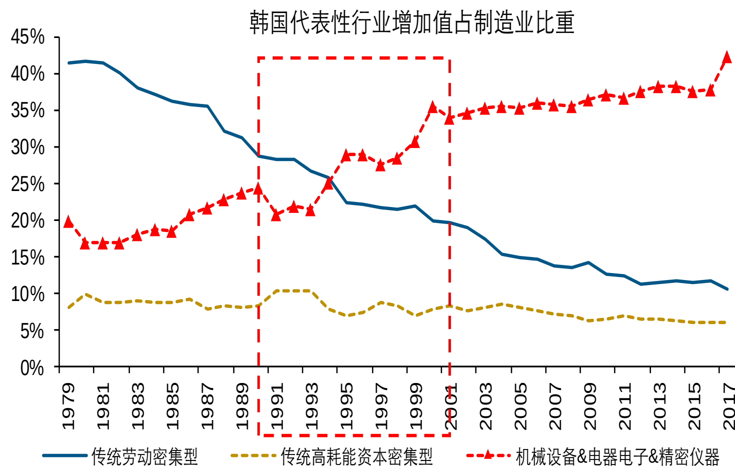


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.7 不同经济体转型路径不同、结果迥异，韩、台进军高端制造

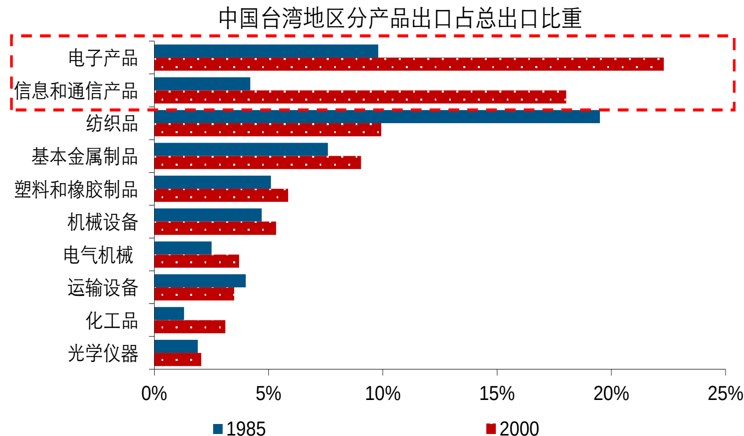
- 韩国和中国台湾人口规模与地域面积较大，工业基础也相对完备，转型方向上，则着重鼓励资本和技术密集型的先进制造业。
- 例如，韩国大力发展电器和电子设备制造业等技术密集型产业，到1999年增加值占制造业比重已达23%，主导产业地位凸显。
- 中国台湾地区，主要向技术密集型的部分中高端制造业转型，以电子、通信为代表；1980-2000年间，电子元件占制造业比重从3%提高到19%，电子通信从4%提高到12%。截至2000年，电子和信息通信产品已经成为中国台湾对外出口占比最高的两类产品。

图9：1990-2000年间，韩国技术密集型制造业占比快速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中国台湾地区电子、信息和通信产品出口占比大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.8 新加坡和中国香港，立足区位优势等，成功转型现代服务

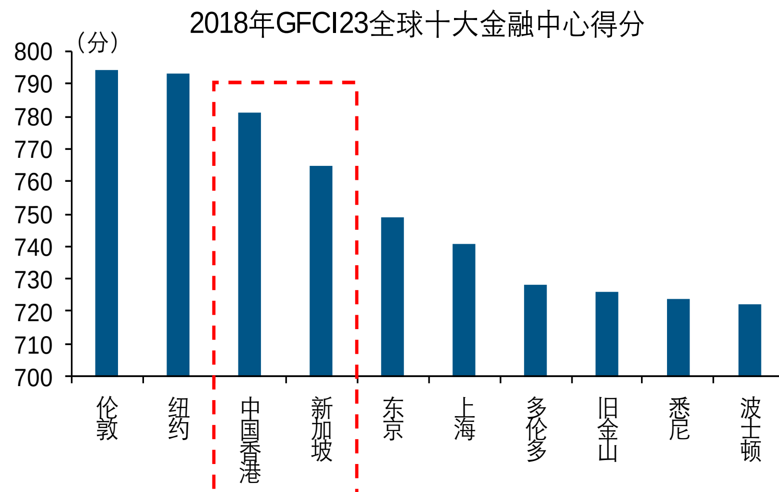
- 中国香港将制造业内迁，形成与内地“前店后厂”的模式；并对金融市场进行改革，着重发展金融、地产等服务业。新加坡推出“国际总部计划”、“国际商务中心计划”，以及各类航运优惠计划，着重发展金融、商业服务、航运等服务业。
- 到2000年，新加坡和中国香港已经成为全球最大港口；金融业也先后起步，逐渐发展成为纽约和伦敦之后的两大全球金融中心。

表1：香港和新加坡港曾是全球并列的两个最大港口

名次	1980		1990		2000		2010		2018	
	港口	吞吐量	港口	吞吐量	港口	吞吐量	港口	吞吐量	港口	吞吐量
1	纽约新泽西	195	**新加坡**	522	**香港**	1810	上海	2907	上海	4201
2	鹿特丹	190	**香港**	510	**新加坡**	1709	**新加坡**	2843	**新加坡**	3660
3	**香港**	146	鹿特丹	367	釜山	754	**香港**	2353	宁波舟山	2635
4	高雄	98	高雄	349	高雄	743	深圳	2251	深圳	2574
5	**新加坡**	92	神户	260	鹿特丹	628	釜山	1416	广州	2187
6	汉堡	78	洛杉矶	259	上海	561	宁波	1314	釜山	2166
7	奥克兰	78	釜山	235	洛杉矶	488	广州	1255	**香港**	1960
8	西雅图	78	汉堡	197	长滩	460	青岛	1201	青岛	1932
9	神户	73	纽约新泽西	187	汉堡	425	迪拜	1160	洛杉矶/长滩	1755
10	安特卫普	72	基隆	183	安特卫普	408	鹿特丹	1115	天津	1601
11	横滨	72	横滨	165	深圳	399	天津	1008	迪拜	1495
12	不莱梅	70	长滩	160	巴生港	321	高雄	918	鹿特丹	1451
13	巴尔的摩	66	东京	156	迪拜	306	巴生港	887	巴生	1232
14	基隆	66	安特卫普	155	纽约新泽西	305	安特卫普	847	安特卫普	1110
15	釜山	63	菲利克斯托	142	东京	290	汉堡	790	厦门	1070

数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中国香港和新加坡是仅次于伦敦纽约的全球金融中心

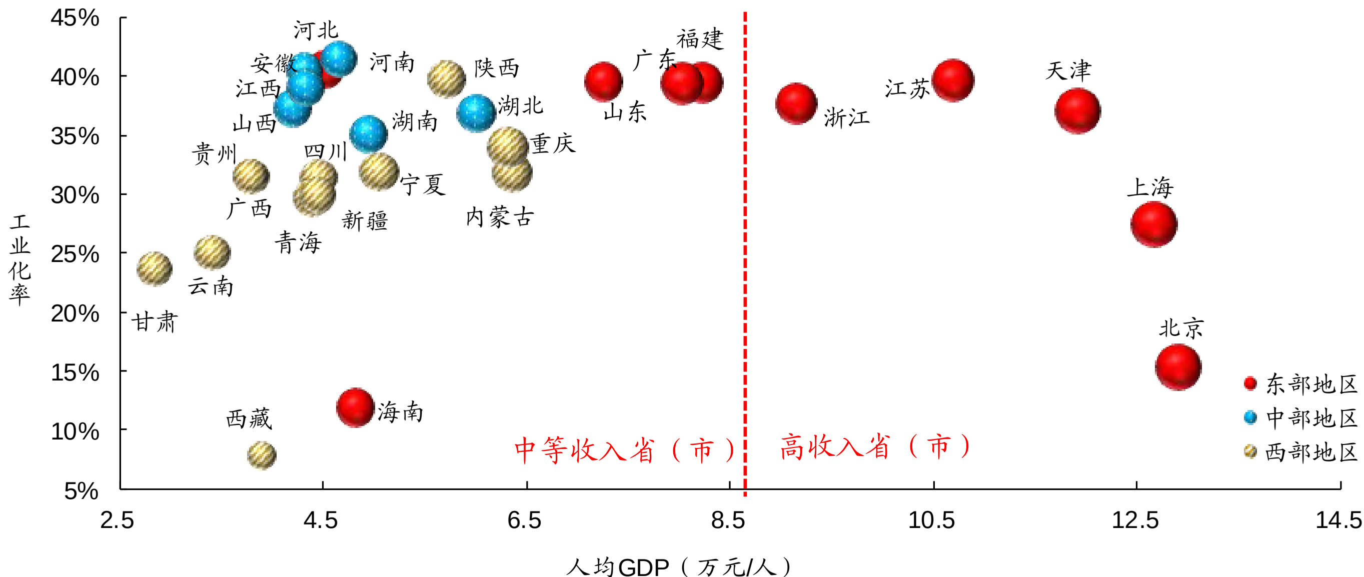


数据来源：The Z/Yen Group、开源证券研究所

1.9 中国区域经济的“雁型矩阵”，为产业转型提供坚实的微观基础

- 与先导型经济体显著不同的是，中国具备更为更为广阔的纵深腹地，在产业转型升级的过程中，可以自然形成东中西部不同的产业链分工定位，并避免由于结构转型升级导致的类似“产业空心化”问题。
- 自然形成的“雁型矩阵”下，东部近似“消费型”、中部近似“生产型”、西部近似“资源型”的定位，更容易形成闭环。

图12：中国区域经济存在“雁型矩阵”



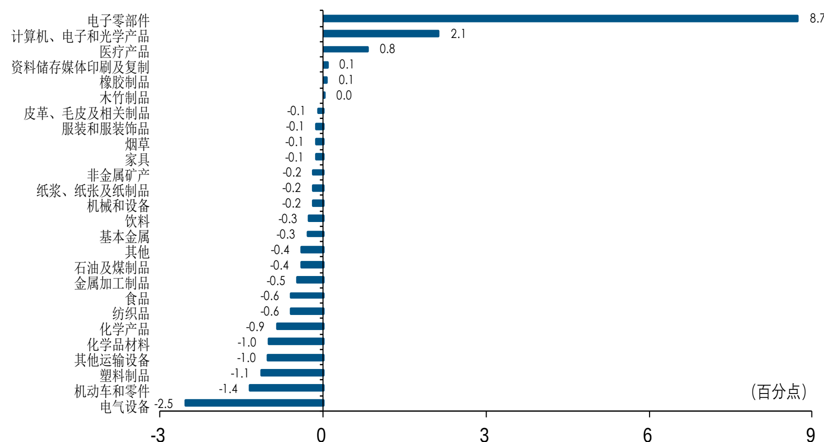
注：气泡大小代表各省（市）城镇化率；低收入、中等收入和高收入地区，分别根据世界银行最新标准1036美元/人、12535美元/人进行划分。

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.10 需警惕的是，产业结构过于单一，会对转型深化的空间和速度产生制约

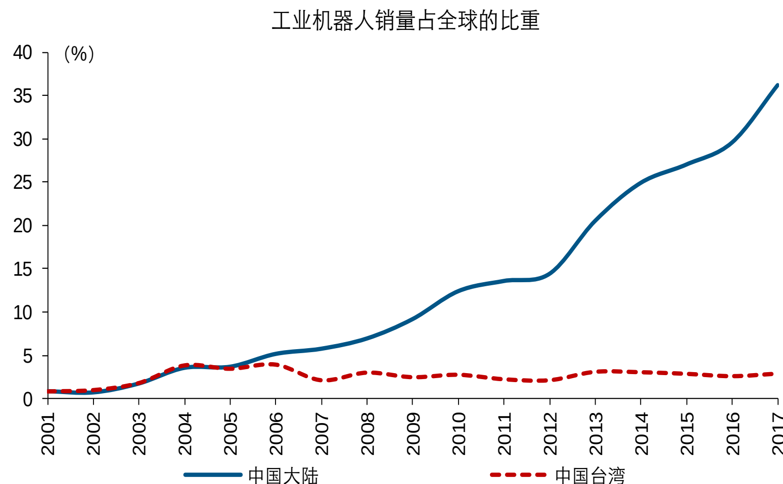
- 中国台湾开启转型以来，政策引导新兴产业加快培育，但支持方向过于单一，主要集中在电子行业；例如，2001-2015年，电子零部件行业研发支出占比提高了8.7个百分点，而其他新兴产业明显缺乏培育。
- 2001年底，中国大陆正式加入WTO，并快速发展成为全球制造业中心，这让产业结构过于单一、创新驱动力度不足的中国台湾地区，在很多产业上的比较优势进一步下降；例如，中国大陆的工业机器人销量在2005年超过中国台湾后，两者差距越拉越大。

图13：21世纪以来，中国台湾电子元件、电子通信等研发支出占比大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：相较于中国大陆，中国台湾在机器人领域的竞争优势明显下降

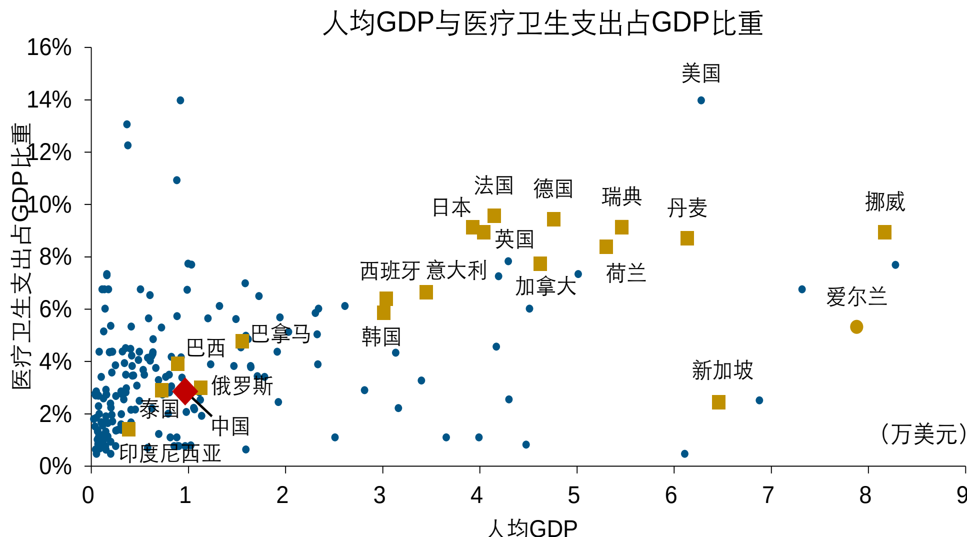


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.11 转型过程中，社会政策等也需配合、进行托底，预防转型中的潜在风险

- 转型过程中，伴随着经济增速“换挡”，前期积累的社会问题逐渐暴露，处理不好的话会影响转型进度;例如，新旧动能切换容易暴露“结构性失业”等问题，而就业关乎民生和社会民生，处理不好可能爆发社会风险，甚至导致经济转型中断。
- 这使得转型期间的政策协调变得格外重要，宏观政策需合理搭配，预防经济失速，为转型升级提供相对平稳的宏观环境；社会政策也要发力，通过稳定就业、缩减贫富差距、提高医疗卫生等社会保障等，降低转型对微观主体的可能冲击。

图15：人均GDP与医疗卫生支出占比总体正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 中国经济：成长的“烦恼”、发展的“困惑”

2 **崛起之道：加速新旧动能切换，“稳中求进”**

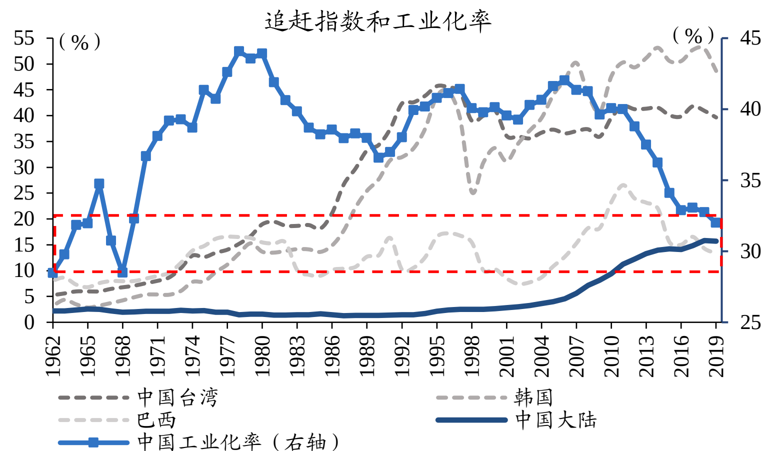
3 掘金未来：“结构主义”视角，重构投研框架

4 风险提示

2.1 中国在2011年前后开启转型，2016年起主动引导新旧动能加快切换

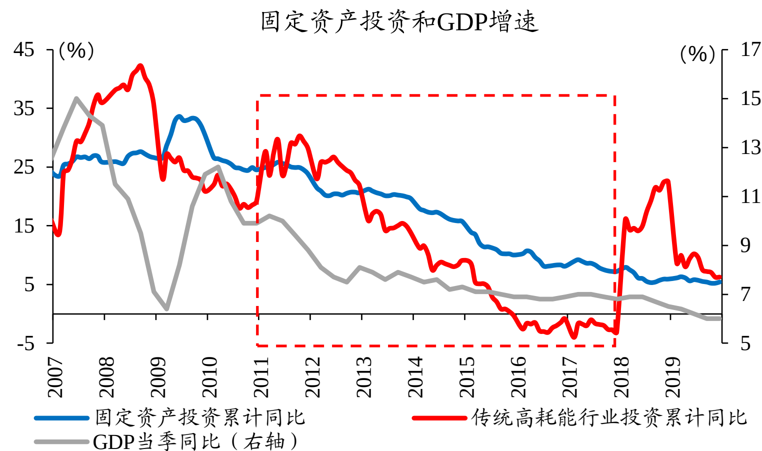
- 我国自2011年开始转型后，工业经济持续收缩，拖累经济增速持续震荡回落，经济的周期性波动也较前期明显弱化。
- 2011-2015年，经济处于自然“出清”阶段，传统工业中的高耗能行业加速回落；2016年起，政策助力出清、加快经济转型。

图16：2011年以来，我国进入转型阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：传统经济动能的回落，拖累总量经济下行

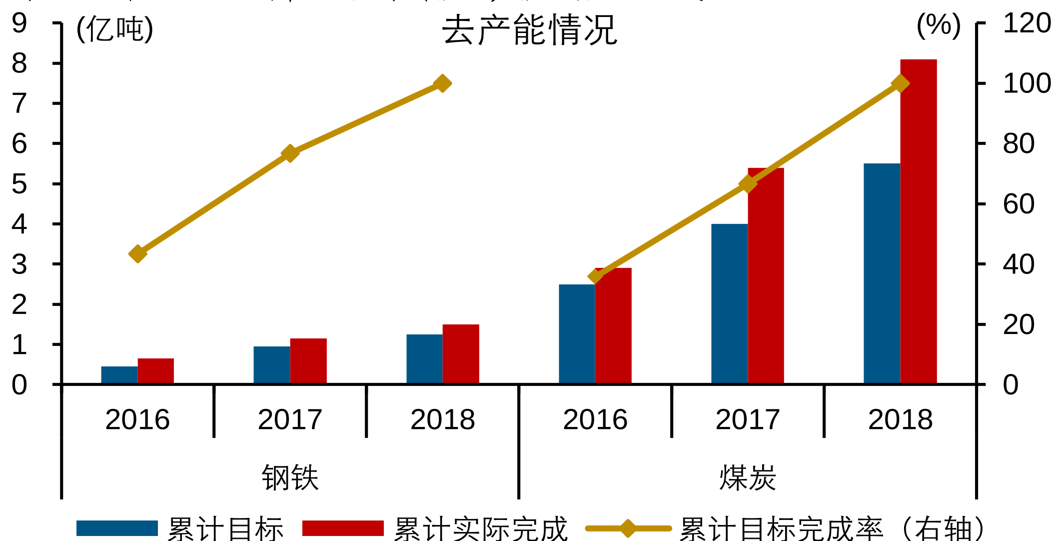


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 引导旧经济出清的政策，在产业层面以供给侧改革为典型代表

- 2015年底首次提出“供给侧改革”以来，过剩产能行业“出清”按下加速键；不同行业，“供给侧改革”思路略有分化。
- 钢铁、煤炭行业，以行政化去产能为主要手段，由中央明确压减淘汰过剩产能的具体目标，水泥、玻璃、电解铝等原料的“去产能”，主要通过环保“控产量”、提高能耗和排放标准等市场化机制，倒逼行业自发“出清”。

图18：“十三五”规划中，钢铁和煤炭去产能目标已经完成

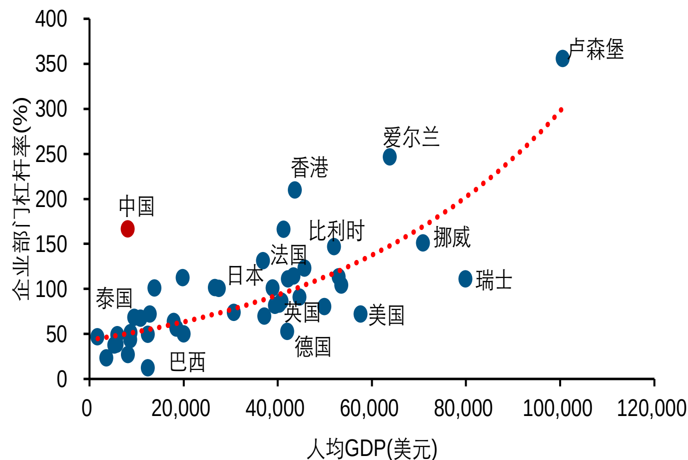


数据来源：中国政府网、开源证券研究所

2.3 “去杠杆”同步推进，化解当下高杠杆明显压制经济行为的问题

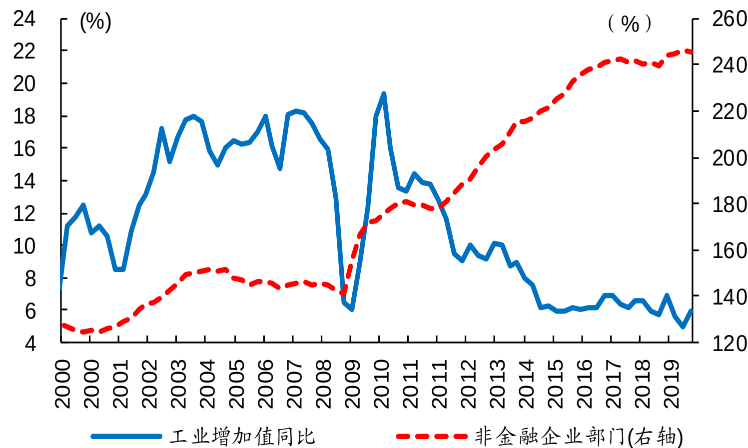
- 纵观全球主要经济体的发展规律，杠杆率水平与发展水平总体呈现正相关关系；可以理解为，伴随着发展水平的提升，对杠杆率的容忍度会有所提升。
- 数十年债务驱动发展模式下，中国杠杆率快速抬升、已明显高于同等发展水平的经济体；不断抬升的杠杆率和债务压力，对微观个体的现金流自由度、及经济行为空间已形成明显压制，在2011年后直观表现为“只见杠杆升、不见经济稳”。

图19：和同等发展水平的经济体对比，中国杠杆率明显偏高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：高杠杆压制下，经济中枢下移、波动降低

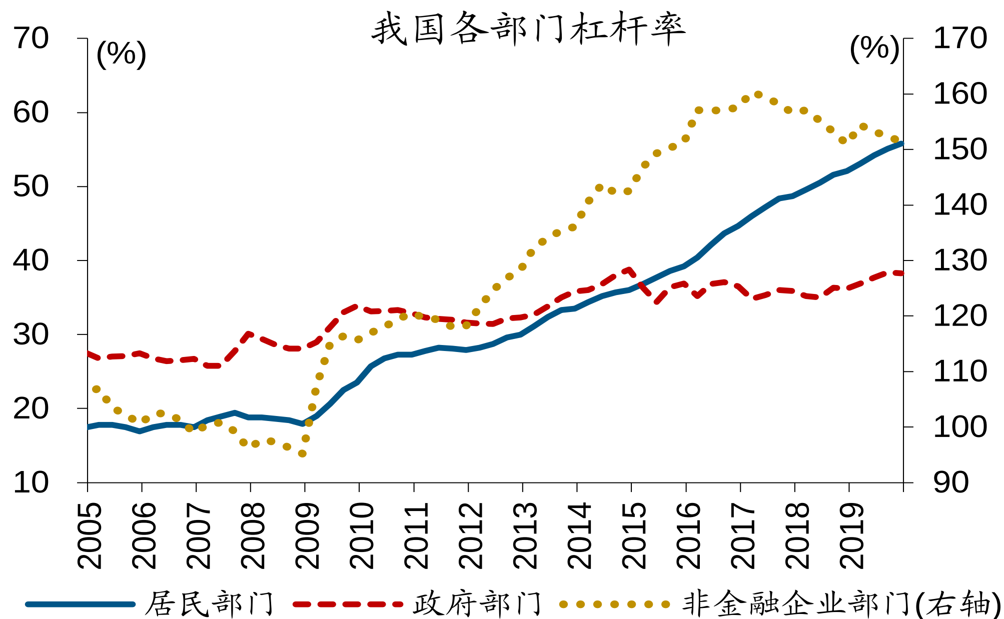


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 结构去杠杆，充分考虑我国高杠杆的结构性特征

- 我国总体偏高的宏观杠杆率，兼具明显的结构特征；分部门来看，企业部门和居民部门的杠杆率持续攀升；
- 其中，企业部门杠杆率快速攀升至2017年的160%后略有回落，仍处于150%-160%的较高水平，主要由国企贡献。

图21：政府和家庭杠杆率持续上升

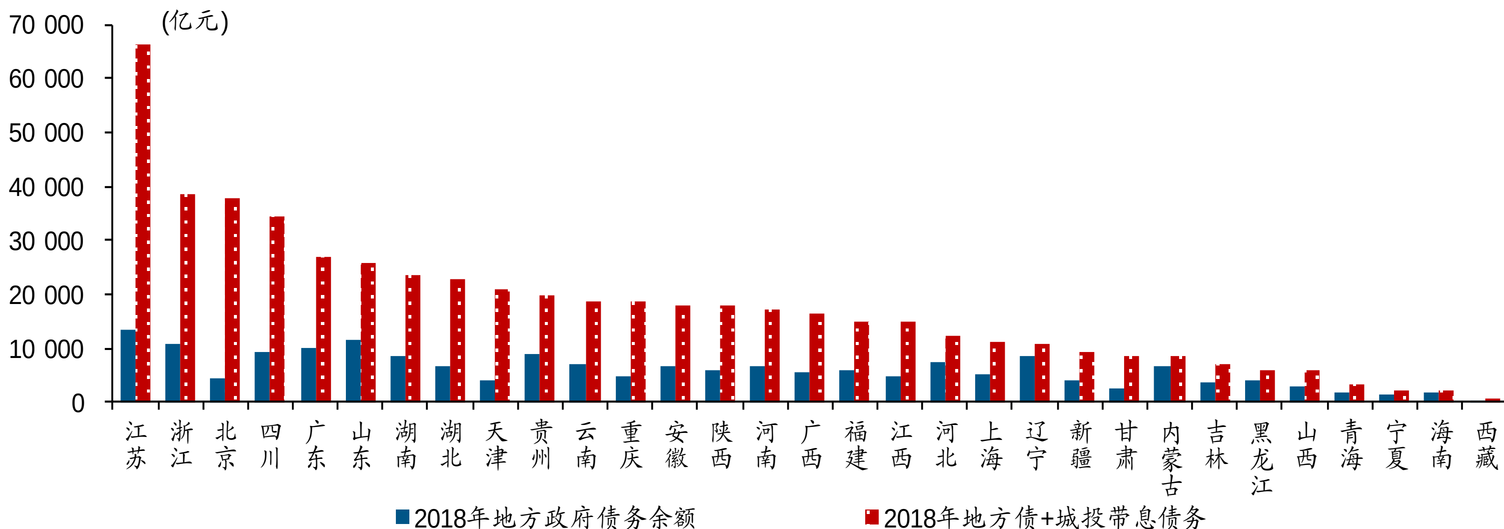


数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

2.5 国企杠杆率快速抬升，与地方融资平台投融资行为紧密相关

- 2011年前，地方政府不能举债融资，经济发展的需求很迫切时，除了土地财政之外，主要借助国有企业、城投平台融资。
- 截至2019年，我国地方政府显性的债务余额21.3万亿元，隐性债务余额估算下来有30万亿元至40万亿元的规模；如果考虑城投平台的银行贷款、信托贷款等非标形式的债务，隐性债务问题更为突出。

图22：部分省市地方债和城投债存量规模显著高于债务余额



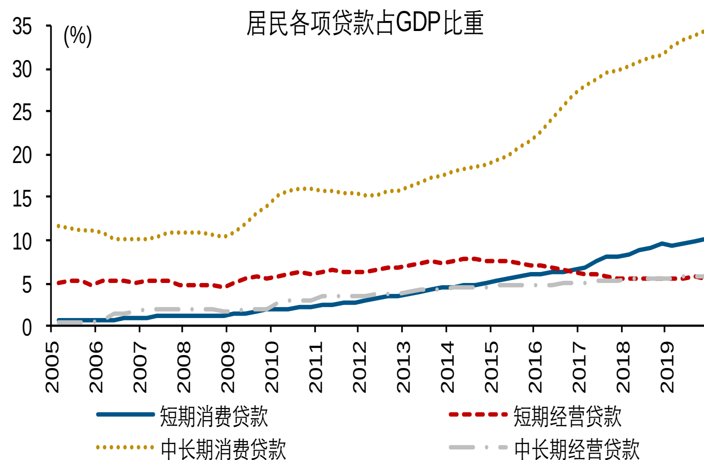
数据来源：财政部、开源证券研究所

注：隐性债务余额，由各省城投平台的带息债务余额加总得到。

2.6 居民杠杆率上升过快，与住房贷款关联密切，加大债务偿付压力

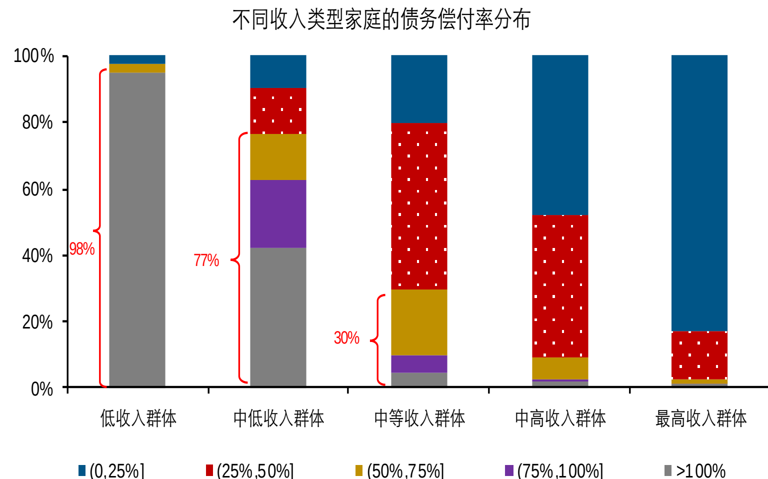
- 中国居民部门杠杆率，放在全球来看并不算高，但问题在于增长过快、结构问题凸显：2019年底，中国居民杠杆率在55%左右，较收入可比经济体高出4成左右；此外，居民杠杆的结构存在比较大的问题，房地产按揭为主的中长期消费贷款占比过半。
- 居民杠杆率攀升，导致居民债务偿付压力不断积累。2018年，中国家庭平均债务收入比高达107.2%、接近美国水平；其中，低收入群体（最低20%收入组）债务压力最大、债务收入比高达1140.5%，其中98%的家庭债务偿付率超过100%。

图23：中国居民贷款主要是中长期消费贷，以房贷为主



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图24：我国低收入负债家庭中，98%以上家庭的债务偿付率超过100%

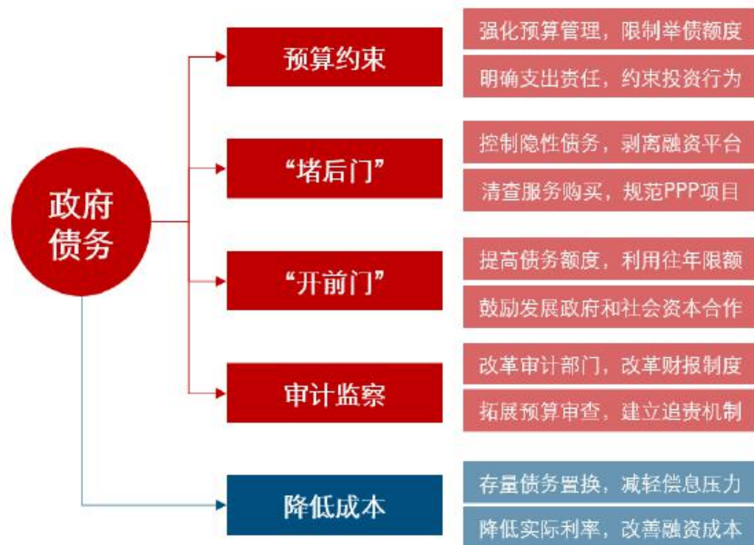


数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

“去杠杆”政策控制增量、化解存量，约束传统领域投融资冲动

- 控制增量，以地方平台、地产等为主，通过制度建设约束地方政府行为，同时明确“房住不炒”、抑制资金过度流向地产领域。
- 化解存量，主要通过债务置换、债转股、市场化退出等方式，企业、金融机构、个人等不同主体，对应不同的市场化退出机制。

图25：通过制度建设，约束地方政府行为，控制增量债务



资料来源：中国政府网、开源证券研究所

表2：自2016年底起来，中央层面地产调控思路始终是“房住不炒”

日期	会议/部委	政策措施
2016年12月	中央经济工作会议	首次提及，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制。
……		
2020年2月19日	2019年四季度货币政策执行报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2020年2月21日	金融市场工作电视电话会议	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。
2020年3月3日	金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020年3月6日	住建部部长文章	长期坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案，落实城市主体责任，因城施策、分类指导。
2020年4月17日	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年5月22日	政府工作报告	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位。
2020年7月6日	经济日报	发布《楼市回暖仍需坚持“房住不炒”》文章。
2020年7月30日	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

与此同时，政策加快新经济培育、引导新旧动能切换

- 加快“新经济”培育的政策，并非2015年之后才出现的；早在2010年，国务院即发布文件，首提七大战略新兴产业的概念。
- 2015年以来，加快“新经济”培养的 政策密集出台，重点从硬件到软件扩展，从高端制造至新一代信息技术与高端制造融合。

表3：近年来，我国促进“新经济”细分行业发展的主要政策

领域/产业	时间	政策	主要内容
高端装备制造业	2016年8月	工信部等《高端装备创新工程实施指南（2016-2020）》	集中资源，着力突破**大型飞机、航空发动机及燃气轮机、民用航天、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、海洋工程装备及高技术船舶**等一批高端装备。
	2017年10月	《高端智能在制造行动计划（2018-2020年）》	到2020年，突破一批制约我国高端智能再制造发展的拆解、检测、形成加工等关键共性技术，智能检测、形成加工技术达到国际先进水平。
	2019年10月	十三部委《制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022年）》	争取用4年左右的时间，推动制造业短板领域设计问题有效改善，工业设计基础研究体系逐步完备，公共服务能力大幅提升，人才培养模式创新发展。在**高档数控机床、工业机器人、汽车、电力装备、石化装备、重型机械**等行业，以及节能环保、人工智能等领域**实现原创设计突破**。
新一代信息技术、数字经济	2016年7月	中办、国办《国家信息化发展战略纲要》	制定和出台**集成电路、人工智能、物联网、5G**等多个细分领域的产业政策。
	2017年1月	工信部《大数据产业发展规划（2016 -2020）》	充分发挥国家科技计划（专项、基金等）资金扶持政策的作用，鼓励有条件的地方设立大数据发展专项基金，引导金融机构对技术先进、带动力强、惠及面广的大数据项目优先予以信贷支持，支持符合条件的大数据企业享受相应优惠政策。
	2017年7月	国务院《新一代人工智能发展规划》	落实对人工智能中小企业和初创企业的财税优惠政策，通过高新技术企业税收优惠和研发费用加计扣除等政策支持人工智能企业发展。
	2017年11月	国务院《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	到2025年，**覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施基本建成**，**工业互联网标识解析体系**不断健全并规模化推广，基本**形成具备国际竞争力的基础设施和产业体系**。
	2017年12月	工信部《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020年）》	重点培育和发展**智能网联汽车、智能服务机器人、智能无人机、医疗影像辅助诊断系统、视频图像身份识别系统、智能语音交互系统、智能翻译系统、智能家居产品**等智能化产品，推动智能产品在经济社会的集成应用。
	2018年12月	工信部《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》	到2020年，我国虚拟现实产业链条基本健全，在经济社会重要行业领域的应用得到深化，建设若干个产业技术创新中心，核心关键技术创新取得显著突破；到2025年，我国虚拟现实产业整体实力进入全球前列，**掌握虚拟现实关键核心专利和标准**。
	2020年3月	工信部《关于推动工业互联网加快发展的通知》	引导平台**增强5G、人工智能、区块链、增强现实/虚拟现实等新技术支撑能力**，强化设计、生产、运维、管理等全流程数字化功能集成。**加快国家工业互联网大数据中心建设**，鼓励各地建设工业互联网大数据分中心。
	2020年4月	发改委《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	在已有工作基础上，大力培育数字经济新业态，**深入推进企业数字化转型，打造数据供应链**，以数据流引领物资流、人才流、技术流、资金流，形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系。
新材料	2017年1月	工信部等《新材料产业发展指南》	加大财税金融支持，落实支持新材料产业发展的税收优惠政策，加大对产业的融资支持。
医药医疗	2016年3月	国务院《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	到2020年，医药产业创新能力明显提高，供应保障能力显著增强，90%以上重大专利到期药物实现仿制上市，临床短缺用药供应紧张状况有效缓解。
	2018年5月	国务院《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	支持医疗卫生机构、符合条件的第三方机构搭建互联网信息平台，开展**远程医疗、健康咨询、健康管理服务**，促进医院、医务人员、患者之间的有效沟通。
节能环保	2016年12月	发改委等《“十三五”节能环保产业发展规划》	利用中央预算内投资对节能环保产业给予支持，鼓励地方政府安排财政专项资金支持和引导节能环保产业发展。
	2019年12月	环保装备制造业（固废处理装备）规范条件》	为**加快引导环保装备制造业（固废处理装备）高质量发展**，促进行业技术创新，提升绿色发展水平。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

2.9 新经济加快培养，新产业、新业态、新模式范畴广阔

➢ 根据国家统计局的分类，“新经济”包括以新产业、新业态、新商业模式（“三新”）为核心内容的所有经济活动，共包含9大类上百种细分行业，以先进制造业、互联网+、创新创业、跨界综合管理等为典型代表。

表4：“新经济”包含的主要行业

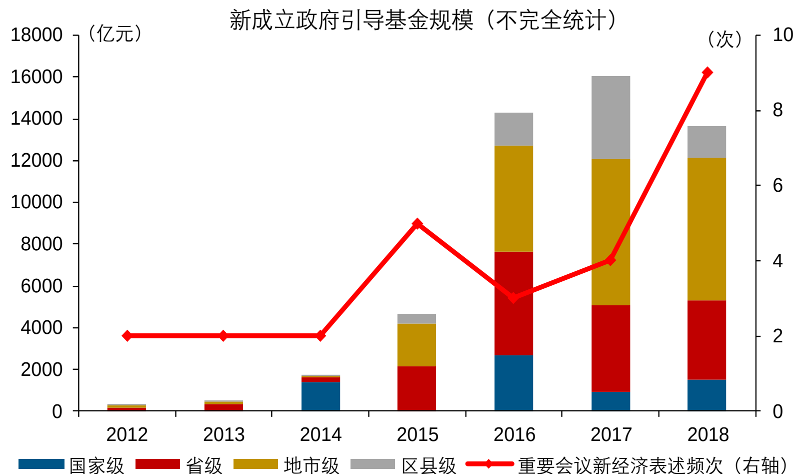
领域/产业	时间	政策
1、现代农林牧渔业	设施农业、生物育种、农林牧渔业智能管理服务等	
2、先进制造业	新一代信息技术设备制造	新型计算机及信息终端设备制造、新型电子元器件及设备制造、电子专用设备仪器制造、高储能和关键电子材料制造、集成电路及专用设备制造等
	高端装备制造	智能关键基础零部件制造、智能测控装备制造、卫星装备制造、卫星应用技术设备制造、铁路高端装备制造、深海石油钻探设备制造、机器人与增材设备制造、航空器装备制造、海洋工程装备制造等
	先进材料制造	先进钢铁材料制造、先进有色金属材料制造、先进石化化工新材料制造、先进无机非金属材料制造、高性能纤维及制品和复合材料制造、前沿新材料（石墨烯、纳米材料等）制造
	生物产品及相关设备制造	生物药品制品制造、化学药品与原料药制造、海洋生物制品制造、生物质燃料制造、先进医疗设备及器械制造、植介入生物医用材料及设备制造等
	新能源汽车、新能源设备制造	新能源汽车整车制造、电机和发动机制造、智能网联传感及决策控制器制造、太阳能材料、设备和生产装备制造、核燃料加工设备制造、电力电子基础元器件制造等
	节能环保设备和产品制造	高效节能通用设备制造、高效节能专用设备制造、绿色节能建筑材料制造等
3、新型能源活动	页岩油开发、非常规天然气开采、核燃料加工、新型电力和热力生产、新型能源相关活动等	
4、节能环保活动	高效节能活动、先进环保活动（环境监测评估、环境保护与污染治理活动等）、资源循环利用活动、高效节水活动等	
5、互联网与现代信息技术服务	现代信息传输服务（新一代移动通信网运营服务等）、互联网平台（互联网+）、互联网信息及其他服务（检索服务、游戏服务等）、软件开发生产、数字内容设计与制作服务、现代信息技术服务（集成电路设计、大数据服务、云计算服务、人工智能服务等）、网络与信息安全服务等	
6、现代技术服务与创新创业服务	研发服务、技术推广服务、质量检验（测）技术服务、知识产权服务、工业相关设计服务、创新创业服务（众创空间、孵化器等）、追溯技术服务等	
7、现代生产性服务活动	先进制造业服务	智能机器设备维修、电子设备及精密仪器维修、海洋工程装备服务等
	现代贸易物流服务	现代商品交易服务、外贸综合服务、城市轨道交通、冷链物流服务等
	现代金融服务	现代互联网金融（互联网支付、互联网基金销售），其他现代金融服务（天使投资、创业投资基金）等；互联网广告、人力资源管理咨询等服务
8、新型生活性服务活动	现代医疗服务、健康管理与促进服务、现代养老服务、现代家庭服务、新型便民服务、新型住宿服务、新型餐饮服务（个性化定制、网络订餐等）、现代体育休闲服务、数字化文化娱乐服务、现代旅游服务、现代零售服务等	
9、现代综合管理活动	城市智能管理服务、现代城市商业综合管理服务、农林牧渔业跨行业融合服务	

资料来源：国家统计局、开源证券研究所

2.10 财税、金融政策配套发力，保障新经济所需要素

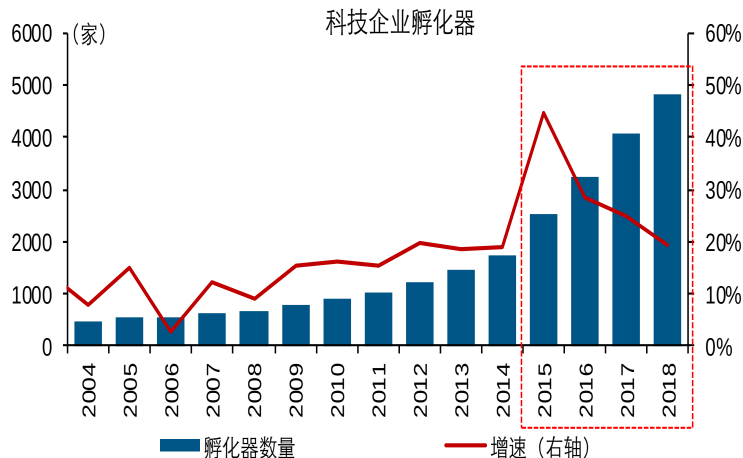
- 财税政策支持，主要体现在减税降费、研发抵税、财政补贴、产业基金等方式，鼓励新兴产业发展，激发企业自主创新动力。
- 金融政策主要通过疏通融资渠道、降低融资成本等方式，支持产业结构转型；科创板的成立，进一步拓展高技术企业融资渠道。

图26：加快新旧动能切换过程中，政府引导基金明显扩张、加大支持



数据来源：PE Data、开源证券研究所

图27：科技孵化器数量快速增长

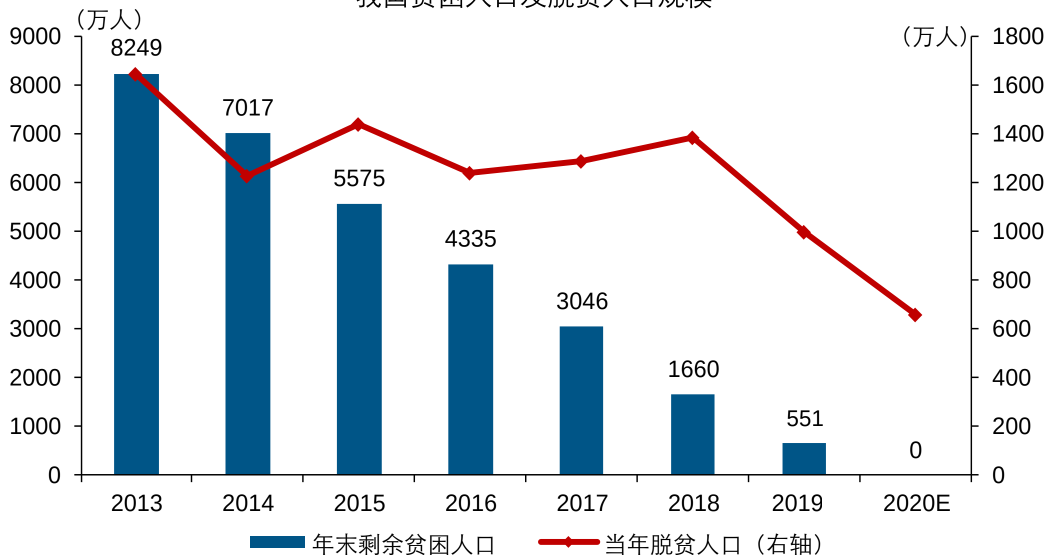


数据来源： PE Data 、开源证券研究所

2.11 加快新旧动能切换过程中，社会政策进行托底，稳中求进

- 2013年4月的政治局会议中，习近平主席首次提到“宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底”的政策框架。
- “脱贫攻坚战”，是社会政策中非常重要的一环；2015年底打响“脱贫攻坚战”时，贫困人口尚存5575万人，此后每年脱贫人口均在1000万人以上；截至2019年末，全国农村贫困人口已减少至551万人，贫困发生率下降至0.6%。

图28：脱贫进入攻坚阶段，2020年将实现全部脱贫



数据来源：国务院扶贫办、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 中国经济：成长的“烦恼”、发展的“困惑”

2 崛起之道：加速新旧动能切换，“稳中求进”

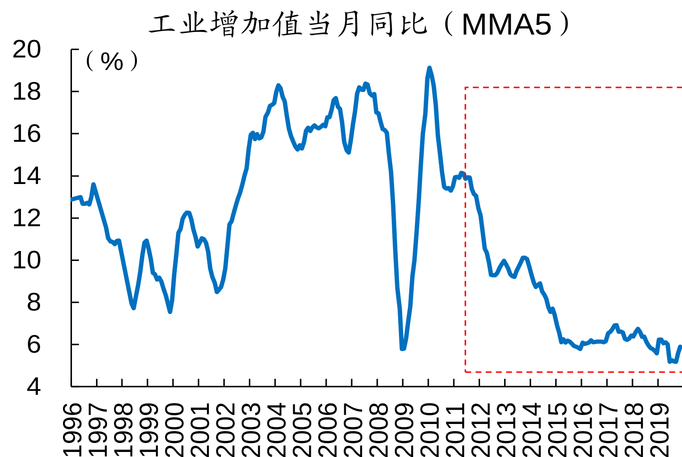
3 **掘金未来：“结构主义”视角，重构投研框架**

4 风险提示

3.1 转型以来，经济周期波动明显减弱，传统“周期”框架屡屡失效

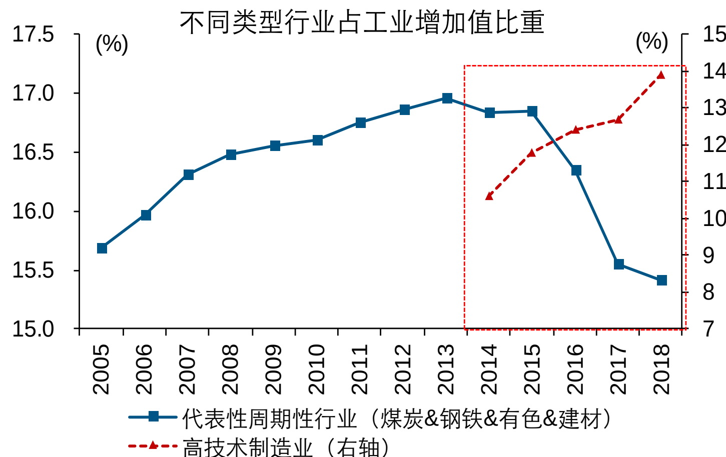
- 2011年前，投资驱动、重工业主导的增长模式下，经济存在明显的周期性波动、每轮周期持续时长在3年左右；
- 2011年开启转型以来，经济增速趋势性回落、周期波动明显减弱，“库存周期”等传统周期框架也随之失效；
- 产业结构（重工业板块占比下降）、企业行为（企业累库意愿下降）等变化，是“周期框架”失效的微观基础。

图29：2011年以来，经济的周期波动明显减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：近年来，传统周期性行业持续收缩

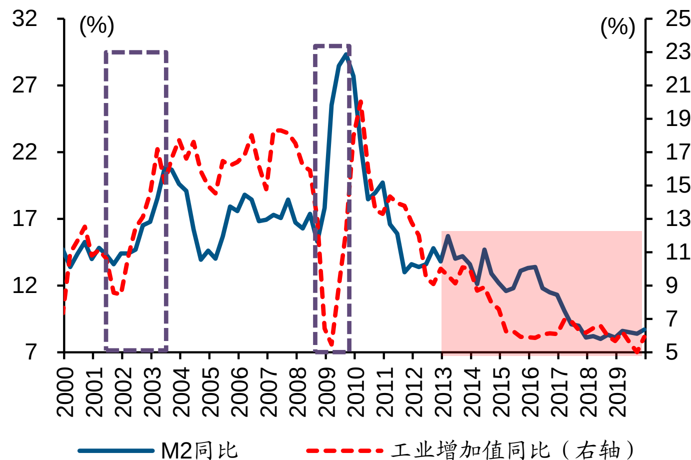


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 政策的思路转变，进一步削弱经济的周期性波动

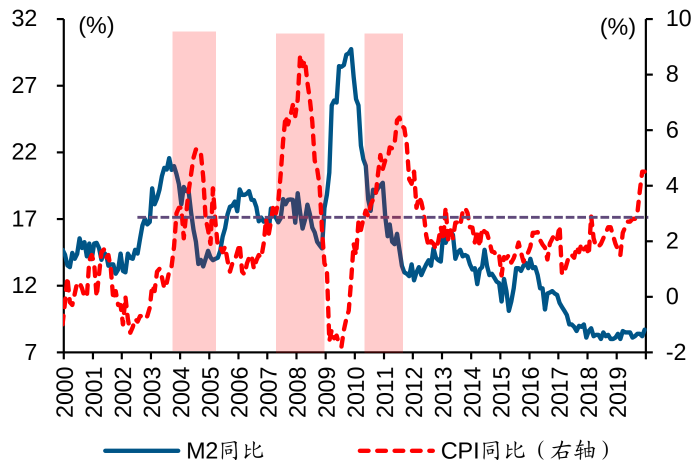
- 传统阶段，政策在就业和物价稳定之间进行权衡、周期往复，是经济周期性波动明显的一个重要作用力；
- 转型以来，政策思路淡化总量目标，重心转向加快“新旧动能切换”，进一步削弱了经济的周期性波动。

图31：传统阶段，工业增加值大幅下滑引发就业压力时，稳增长发力



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：传统阶段，CPI同比超过3%容易触发货币政策调整

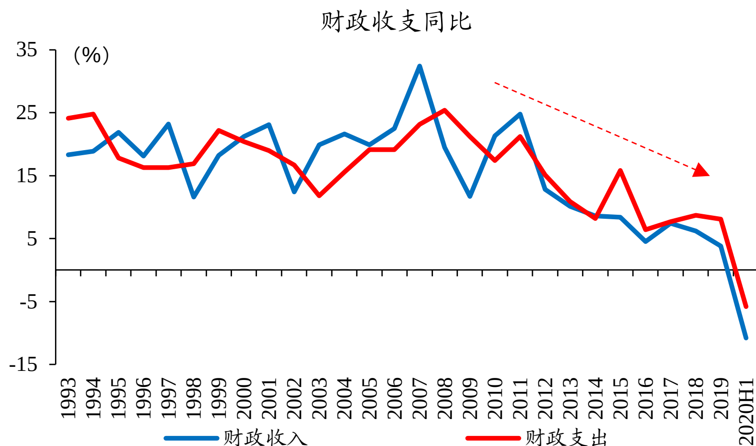


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 新旧动能切换过程中，维稳政策的空间受到掣肘，经济换档仍在途中

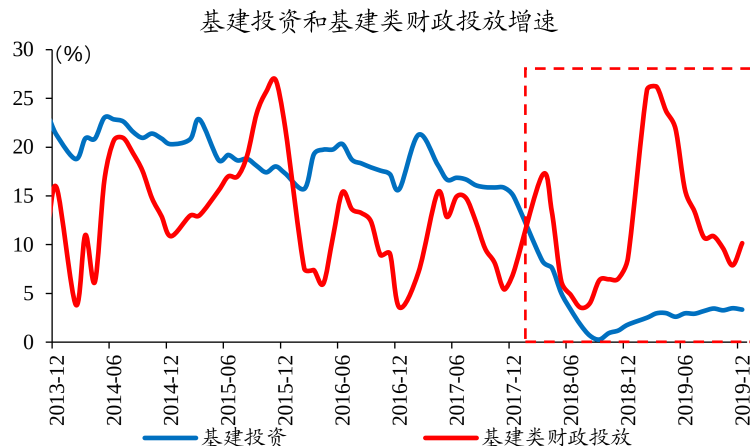
- 新旧动能切换过程中，经济潜在增速持续回落，经济的短期表现与财政政策力度、发力节奏等密切相关；
- 伴随经济增长中枢的下移，财政收支增速趋势下行，对政策维稳的力度形成制约；高杠杆背景下，城投平台等传统融资渠道受限、掣肘政策维稳的空间，例如2019年基建类财政大幅增长、但缺少配套融资，导致基建投资回升缓慢。

图33：转型以来，财政收入和支出增速均持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：财政支出撬动投资的效果有所减弱

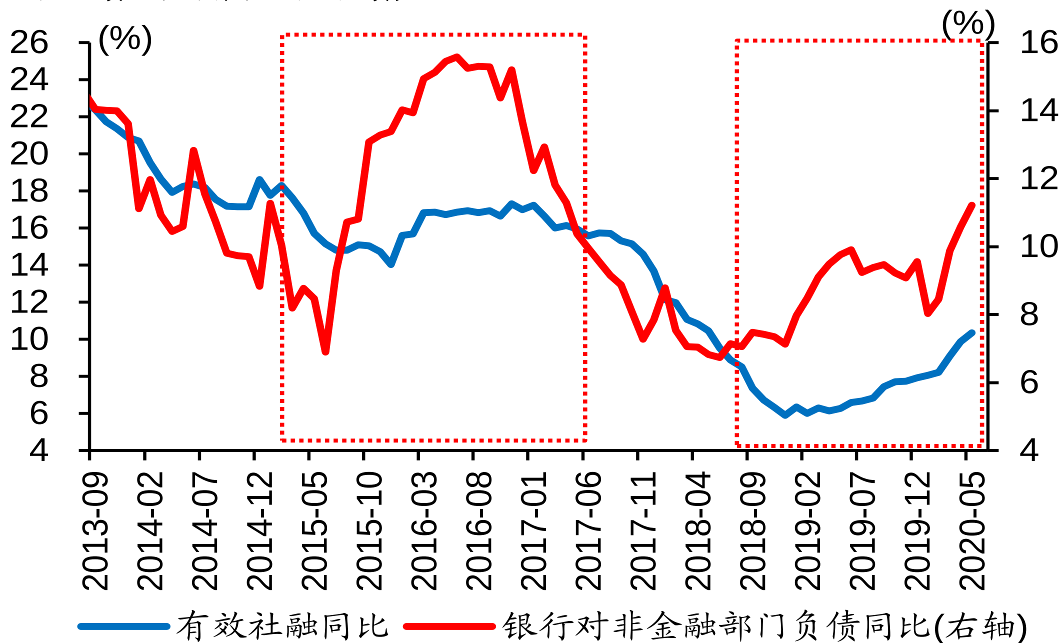


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 转型“攻坚”阶段，“资产荒”现象持续存在

➢ 新旧动能加速切换过程中，“优质”资产开始变得稀缺，相对富余的资金追逐相对稀缺的“优质”资产，形成“资产荒”。

图35：资金相对富余，形成“资产荒”

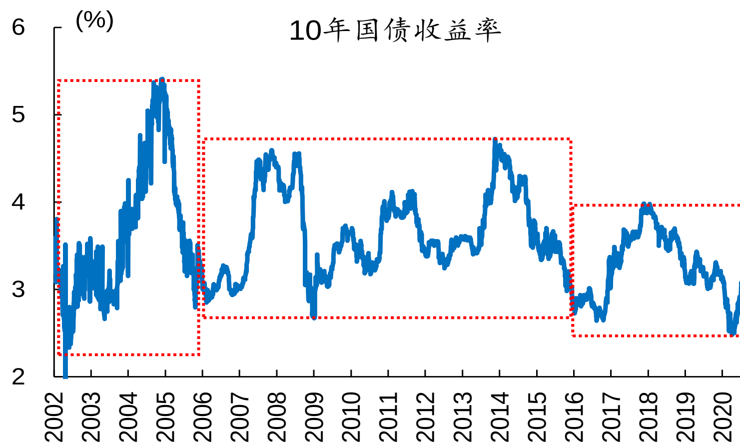


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 债券收益率总体低位、股票市场以估值驱动为主，结构特征持续凸显

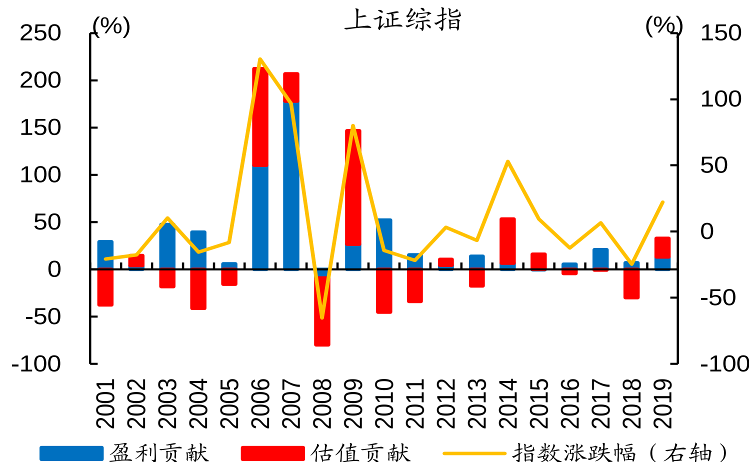
- 伴随社会整体投资回报率的下降，债券收益率变化区间收窄、中枢下移，股票市场受估值影响较大；股债轮动，受政策影响较大，对基本面的敏感度下降，例如4月以来风险偏好的快速修复、在较大程度上受政策底“确认”提振。
- 资本市场结构性特征持续加强，如债券市场存在明显的信用分层，民企和国企信用利差、中高评级和中低评级信用利差等，持续背离；股票市场行业分化加剧，传统周期板块表现低迷、估值持续低位，成长和消费受到追捧、估值较高。

图36：近年来，债券收益率变化区间收窄、中枢下移



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：近年来，股票市场受估值影响较大

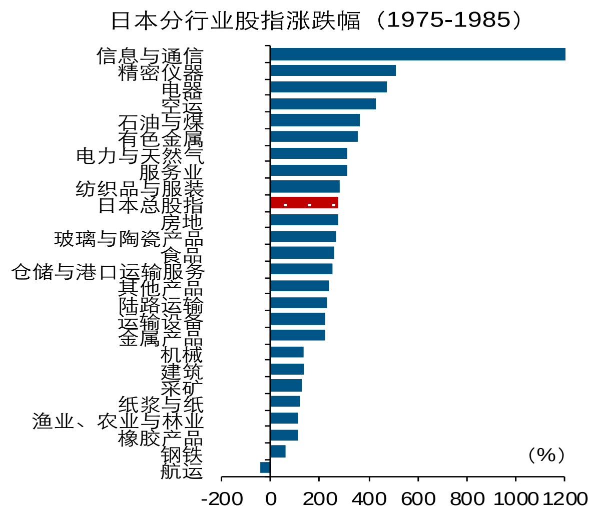


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6 "结构牛"行情持续存在，是转型中后段的共性特征

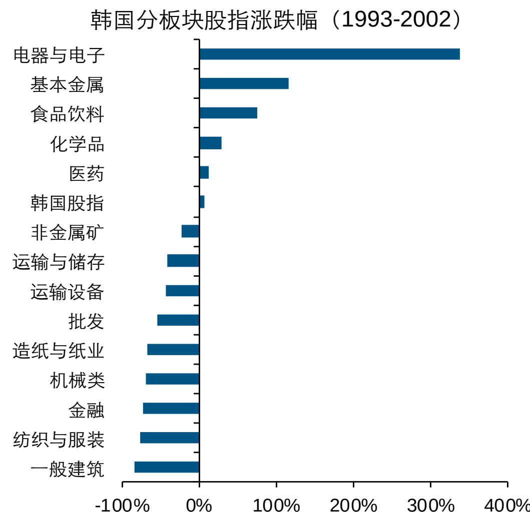
- 先导经济体经验显示，转型进入中后段的时候往往会出现结构牛，产业结构升级支持结构牛行情持续存在；
- 例如，日本在1970年代初"技术立国"战略支持下，计算机电子、精密制造等竞争力快速提升，相关板块超额收益显著；韩国转型阶段的产业发展和资本市场表现，也呈现出较为一致的结构特征，电器、电子等表现尤为亮眼。

图38：1975-1985年，日本"尖端技术"板块领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：1990年代以来，韩国电器与电子板块（尤其是龙头）明显跑赢大盘

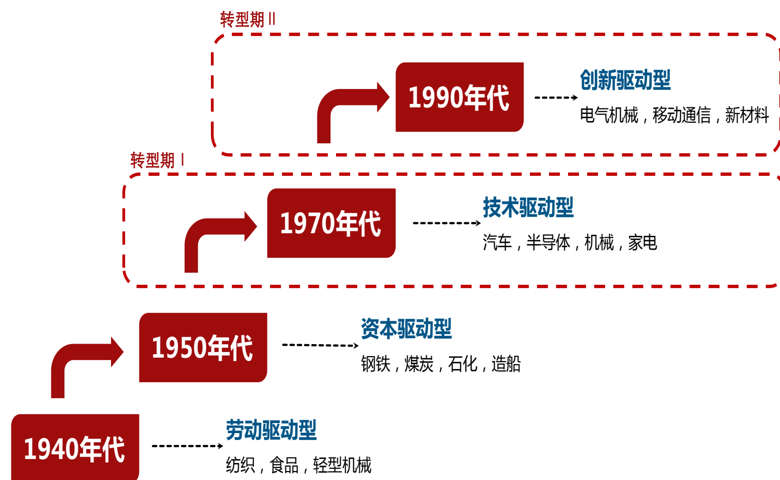


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.7 不同时代，转型指向的行业内涵不尽相同，先导经济体经验可供参考

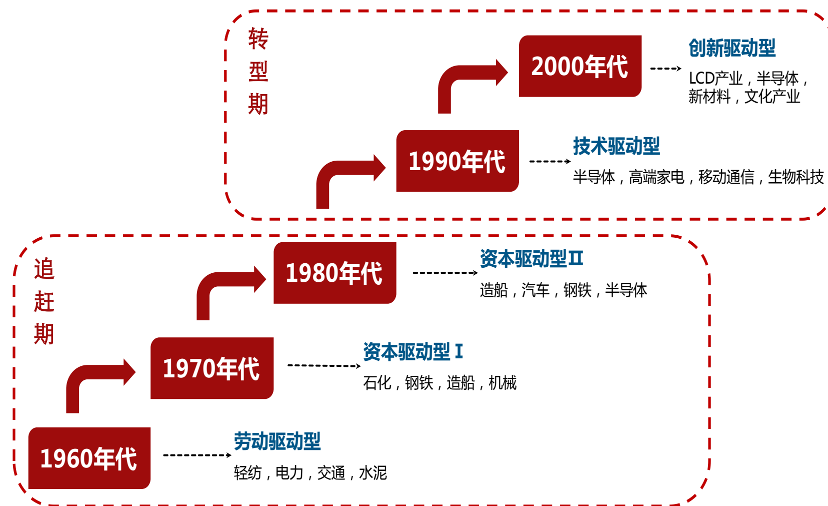
- 日本在1970年代转型期间，主要发展汽车、家电、精密仪器等技术驱动型产品，韩国在1990年代的转型阶段，主导产业则向半导体、移动通信、新材料等领域倾斜，且不断根据全球科技前沿方向进行调整。
- 结合当前全球科技趋势、中国政策导向来看，关键材料和高端设备制造、新一代信息技术及两化融合，是产业升级的重要方向。

图40：日本经济转型阶段与产业发展路径



资料来源：《日本和韩国经济转型对中国的启示》、开源证券研究所

图41：韩国产业发展路径

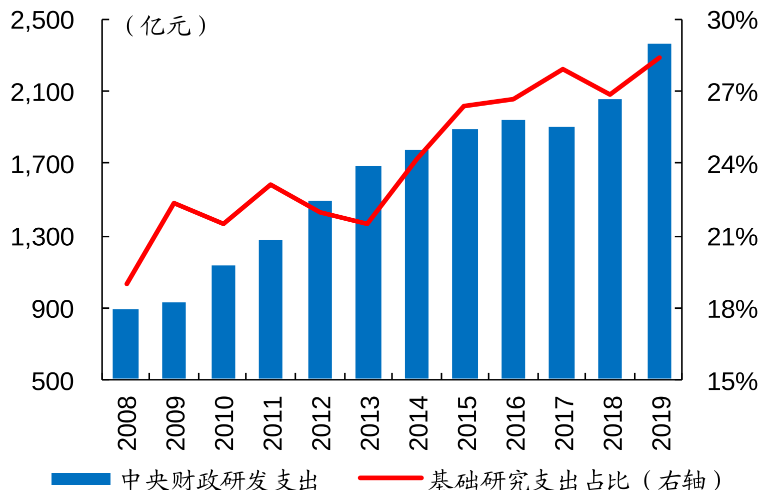


资料来源：《韩国产业政策及其发展研究》、开源证券研究所

3.8 中国新经济培育加快，产业链高附加值环节酝酿机遇

- 中国在家电、消费电子、交通运输等诸多领域，技术水平已经居于全球领先地位，但在半导体、生物技术、医药研发、系统软件等前沿技术领域，与发达国家仍然存在较大差距，高度依赖进口。
- 近年来，产业政策引导这类战略性新兴产业发展的同时，中央主导基础研发、国家主导产业基金也在加快发力，加大“从0到1”基础研究、助力核心技术加快突破。

图42：2014年以来，基础研发占比趋势性提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：国家级产业基金重点投向

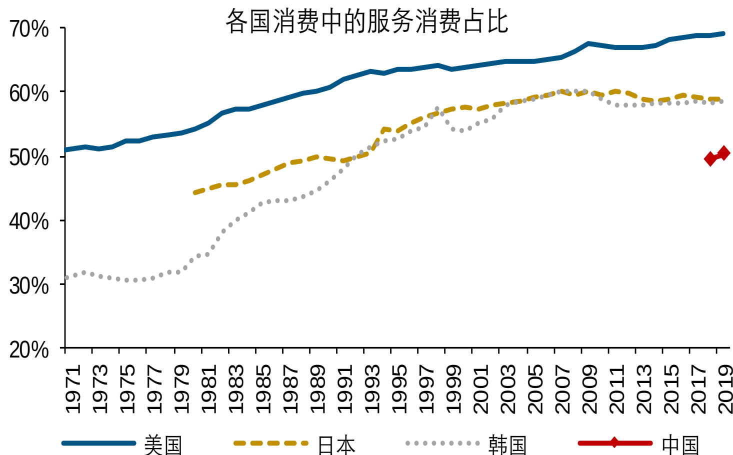
	成立时间	资金规模（亿元）	主要投向
大基金一期	2014 年 6 月	1387.2	**重点投向制造环节**，其中集成电路制造 67%、设计 17%、封测 10%、装备材料类 6%。
大基金二期	2019 年 10 月	2041.5	投资重心或**向设备和材料领域**倾斜。 一是推动在**刻蚀机、薄膜设备、测试设备和清洗设备**等领域的龙头企业做大做强，加快开展**光刻机、化学机械研磨设备等核心设备及关键零部件**的投资布局。二是推动建立专属的集成电路装备产业园区，吸引装备零部件企业集中投资设立研发中心或产业化基地，积极培育中国大陆“应用材料”或“东电电子”的企业苗子。三是继续推进国产装备材料的下游应用，持续推进装备与集成电路制造、封测企业的协同，督促制造企业提高国产装备验证及采购比例，为更多国产设备材料提供工艺验证条件，扩大采购规模。
国家制造业转型升级基金	2019 年 11 月	1472	投资新材料、新一代信息技术、电力装备、基础制造和新型制造等领域的成长期、成熟期企业。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

消费升级是大势所趋，服务消费潜力较大，实物消费升级存“长尾效应”

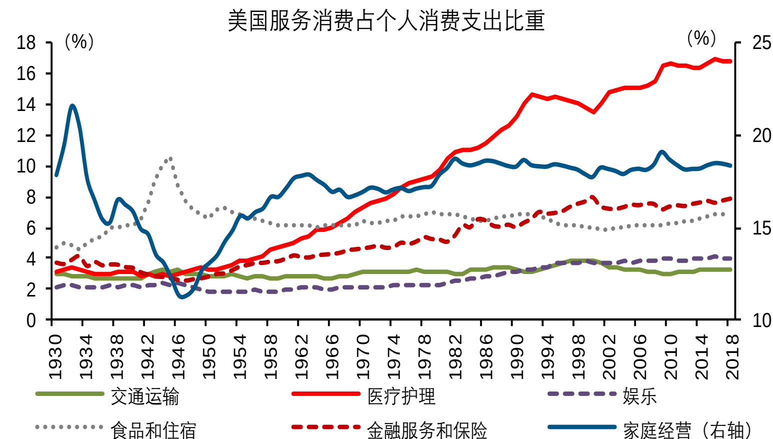
- 我国服务类消费占比尚不足50%、远低于美国等发达经济体，未来还有还有很长的改善之路、很大的改善空间；参考美国经验，服务消费中改善趋势最为明显的，莫过于金融服务、医疗服务等为代表的更高层次的消费需求，中国提升空间较大。
- 实物消费领域，也存在相对清晰的升级路径，必需消费品追求健康、可选消费品追求品质和功能，也对应一定的投资机遇。对我国而言，长期城乡二元化发展导致的城乡居民所处消费阶段不同，对应消费升级逻辑的分化；其中，一二线城市处于品质消费阶段，高品质商品、体验服务消费需求旺盛，低线城市及农村地区，大众消费升级空间广阔，中高端实物需求仍大。

图43：中国消费结构中，服务类消费占比总体仍然偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：20世纪40年代初，美国服务消费占比趋势性上升

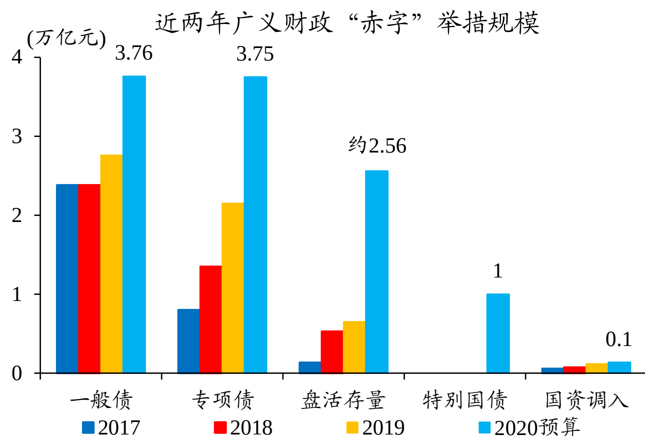


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.10 “百年不遇”的疫情影响下，2020年是近年来积极财政力度最大的一年

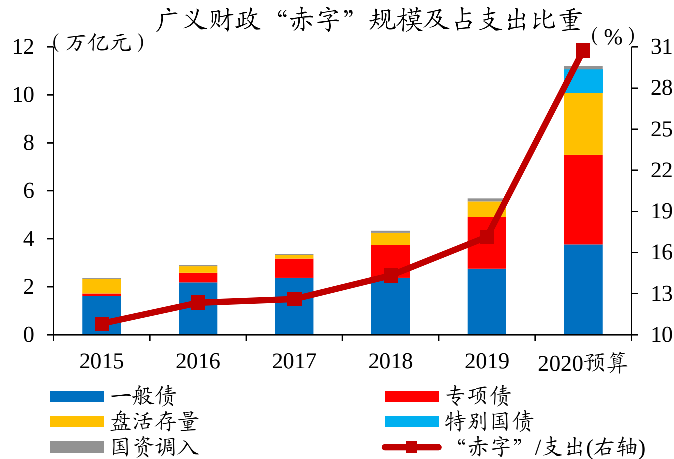
- 2020年，新冠疫情“百年不遇”、对国内外经济冲击显著，财政政策积极发力、成为今年积极财政力度最大的一年。
- 根据财政预算，广义财政“赤字”包括一般财政赤字6.76万亿元（预算赤字3.76万亿元、调入资金及使用结转结余约3万亿元）、特别国债1万亿元、地方政府专项债3.75万亿元。剔除重复项，合计约11.2万亿元，较去年增加了近1倍。
- 在财政大幅减收的背景下，今年广义财政“赤字”将对支出形成重要支撑，预计占总支出比重超30%，较去年大幅提高。

图45：2020年，广义财政“赤字”规模扩张明显



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图46：2020年，广义财政“赤字”占总支出比重预计超过30%

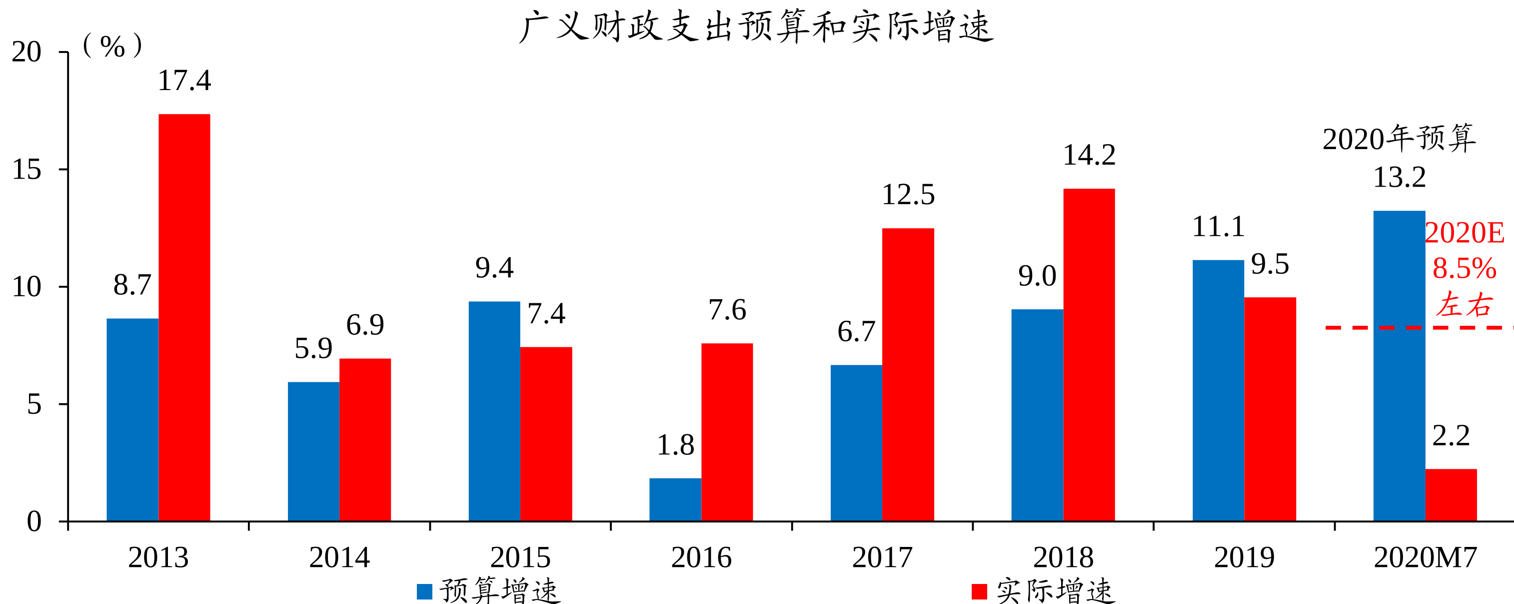


数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

3.11 上半年广义财政支出进度偏慢，下半年有望加快落地

- 历史来看，广义财政实际支出增速通常高于预算增速；而前7月，广义财政支出同比仅增长2.2%，大幅低于预算增速。
- 其中，一般财政支出进度53.9%(过去3年平均59.5%)，政府性基金支出进度42.0%(过去3年平均44.0%)，均大幅慢于往年。

图47：年初以来的财政支出增速大幅低于预算增速

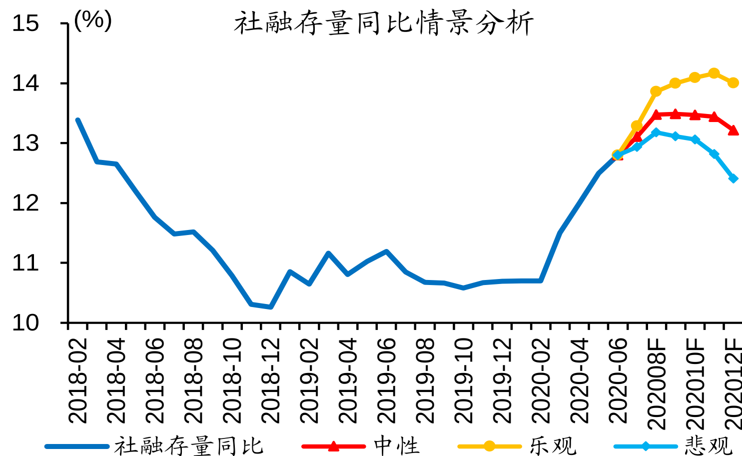


数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

3.12 社融增速的见顶回落，并不意味着信用修复的结束

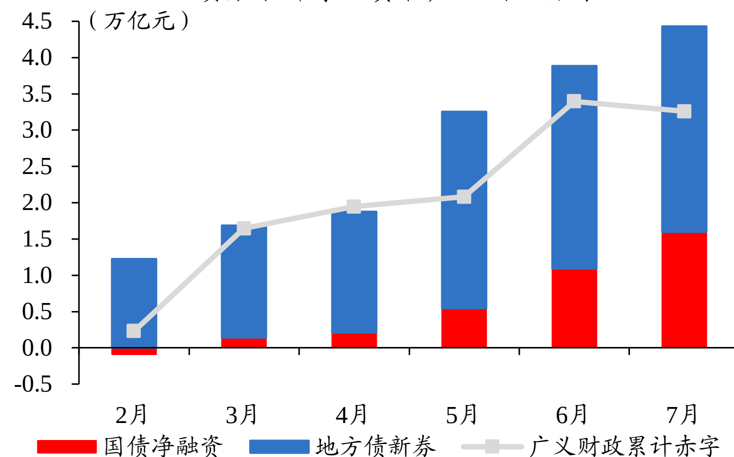
- 近几年社融增速变化，受广义财政影响较大，容易受到财政支出和债券发行节奏扰动，不能完全反映信用环境变化；
- 实际上，经济行为与信用修复相互加强；下半年，实体需求修复带动融资需求改善，信用环境的修复还将延续。

图48：中性情景，社融增速或在三季度前后开始回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：政府债净融资显著增长，但支出未相应扩张

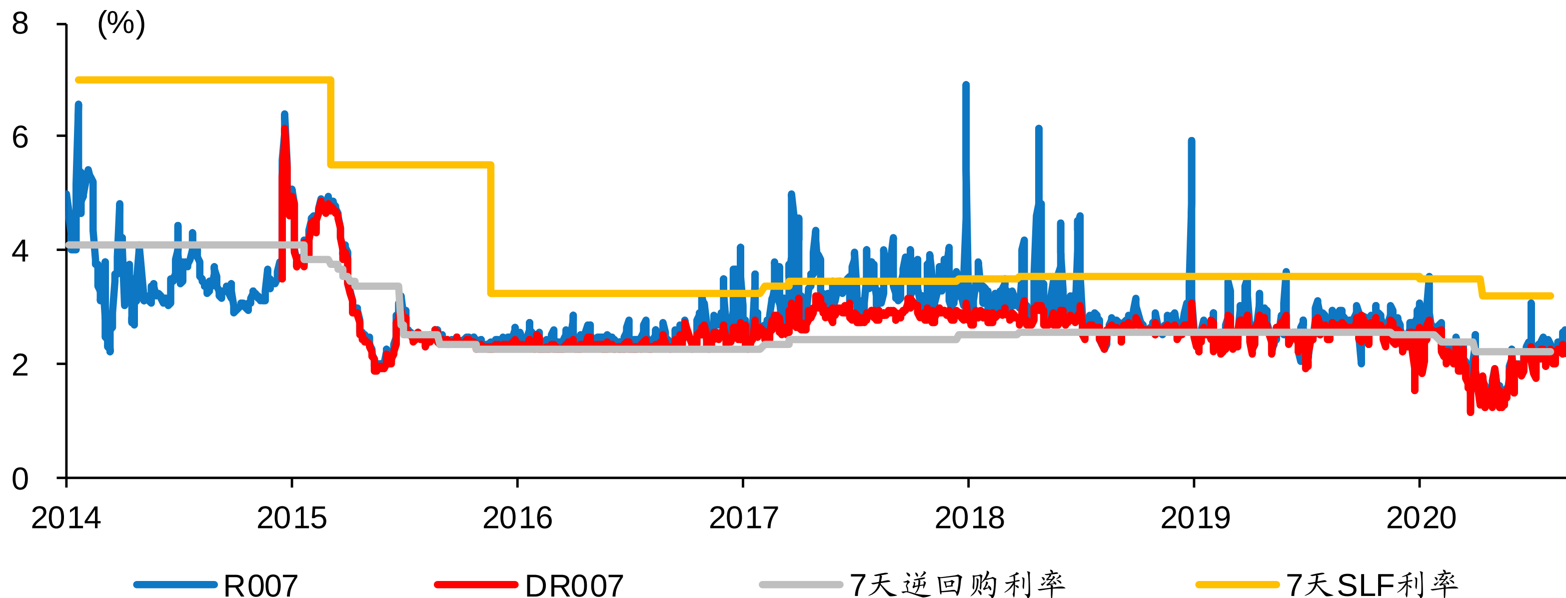


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.13 货币政策精准滴灌、支持稳企业保就业，流动性回归常态

➢ 下一阶段，稳健的货币政策更加灵活适度，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，此前宽松的流动性环境已“顺势”回归常态，“放水养鱼”的同时防止“浑水摸鱼”，货币市场利率或在利率走廊实际下限附近波动。

图50：此前宽松的流动性环境已“顺势”回归常态



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 中国经济：成长的“烦恼”、发展的“困惑”

2 崛起之道：加速新旧动能切换，“稳中求进”

3 掘金未来：“结构主义”视角，重构投研框架

4 风险提示

风险提示

1、宏观经济或监管政策出现大幅调整;

2、新冠肺炎疫情出现超出控制的传播。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	**备注：**评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上;	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%;	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。
本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。
本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　谢　聆　听



开源证券

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com





START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告